



**KALKINMA YATIRIM**  
BANKASI

## **PANELSAN ÇATI CEPHE SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ**

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu  
*9 Şubat 2022*

**Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.**

Saray Mahallesi Dr. Adnan Büyükdeniz Caddesi  
No:10 34768 Ümraniye / İstanbul  
Tel: 0216 636 88 11



## 1- Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP’ta açıklanan Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket”, “Panelsan”) Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 3 Ocak 2022 tarihli Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Gedik Yatırım”) tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Şirket’in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. (“Kalkınma Yatırım Bankası”, “Kurum”) hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu rapor, Kurum’un yalnızca Gedik Yatırım tarafından hazırlanmış olan “Fiyat Tespit Raporu” hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

## 2- Şirket Hakkında Özet Bilgi

2004 yılında Ankara Polatlı Organize Sanayi Bölgesi’nde faaliyetlerine başlamış olan Panelsan’ın mevcut portföyü, sandviç cephe panelleri, sandviç çatı panelleri ve EPS ısı yalıtım olmak üzere 3 ana ürün grubundan oluşmaktadır.

Şirket’in üretim tesisi, sektörde ısı yalıtımı, hava geçirimsizliği, hijyen, terleme, güvenlik, estetik, yangın yalıtımı ve benzeri ihtiyaçları karşılayabilecek profil ve ürün gamına sahip bir konumundadır. Şirket, yurt içi ve yurt dışı pazarlarda üretim faaliyetlerini yürütmektedir.

## 3- Şirket Ortaklık Yapısı

| Ortak Unvanı/Adı<br>Soyadı | Pay<br>Grubu | Halka Arz Öncesi         |            | Halka Arz Sonrası        |            | Ek Satış Dâhil<br>Halka Arz Sonrası |            |
|----------------------------|--------------|--------------------------|------------|--------------------------|------------|-------------------------------------|------------|
|                            |              | Sermaye<br>(nominal, TL) | (%)        | Sermaye<br>(nominal, TL) | (%)        | Sermaye<br>(nominal, TL)            | (%)        |
| Serhat Maşlak              | A            | 4.650.000                | 8,09       | 4.650.000                | 6,20       | 4.650.000                           | 6,20       |
| Serhat Maşlak              | B            | 22.087.500               | 38,41      | 21.215.500               | 28,28      | 20.337.500                          | 27,12      |
| Recep Kaan Maşlak          | A            | 4.650.000                | 8,09       | 4.650.000                | 6,2        | 4.650.000                           | 6,20       |
| Recep Kaan Maşlak          | B            | 22.087.500               | 38,41      | 21.212.500               | 28,28      | 20.337.500                          | 27,12      |
| Gülây Maşlak               | A            | 350.000                  | 0,61       | 350.000                  | 0,47       | 350.000                             | 0,47       |
| Gülây Maşlak               | B            | 1.662.500                | 2,89       | 1.662.500                | 2,22       | 1.662.500                           | 2,22       |
| Emin Kerem Şahin           | A            | 350.000                  | 0,61       | 350.000                  | 0,47       | 350.000                             | 0,47       |
| Emin Kerem Şahin           | B            | 1.662.500                | 2,89       | 1.662.500                | 2,22       | 1.662.500                           | 2,22       |
| Halka açık kısım           | A            | -                        | -          | 19.250.000               | 25,67      | 21.000.000                          | 28,00      |
| <b>TOPLAM</b>              |              | <b>57.500.000</b>        | <b>100</b> | <b>75.000.000</b>        | <b>100</b> | <b>75.000.000</b>                   | <b>100</b> |

Kaynak: Panelsan İzahname



#### 4. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

|                                       |                                                                                                                                                              |
|---------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Talep Toplama Tarihleri               | 9-10-11 Şubat 2022                                                                                                                                           |
| Talep Toplama Yöntemi                 | Sabit Fiyat ile Talep Toplama                                                                                                                                |
| Aracılık Yöntemi                      | En İyi Gayret Aracılığı                                                                                                                                      |
| Halka Arz Yöntemi                     | Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı                                                                                                                             |
| Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı  | Sermaye Artırımı: 17.500.000 TL nominal değerli paylar<br>Ortak Satışı: 1.750.000 TL nominal değerli paylar<br>Ek Satış: 1.750.000 TL nominal değerli paylar |
| Halka Arz Fiyatı (TL)                 | 10,20                                                                                                                                                        |
| Tahmini Halka Arz Büyüklüğü           | Ek satış hariç: 196.350.000 TL<br>Ek satış dâhil: 214.200.000 TL                                                                                             |
| Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı | %25,67 (Ek satış durumunda: %28)                                                                                                                             |
| Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş      | Gedik Yatırım                                                                                                                                                |
| Fiyat İstikrarı                       | Payların Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır.                                              |
| Tahsisat Grupları                     | Yurt İçi Bireysel Yatırımcı: %50<br>Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı: %40<br>Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcı: %10                                                    |

Kaynak: Panelsan İzahname, Panelsan Fiyat Tespit Raporu

#### 5- Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket, paylarının halka arz edilmesi ile; kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hususlarını hedeflediğini belirtmektedir.

Şirket, sermaye artırımı sonucunda elde edeceği halka arz gelirlerini aşağıdaki tabloda verilen yüzde aralıkları içerisinde kalınmasına özen göstererek kullanacağını belirtmiştir:

| Halka Arz Geliri Kullanım Alanı                                                                      | Kullanım Oranı (%) |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| Yurt içi üretim kapasitesinin artırılması için ilave makine alınması ve fabrika inşaatının yapılması | 50-55              |
| İşletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması                                                        | 45-50              |
| Finansal borçların ödenmesi                                                                          | 5-10               |
| <b>Toplam</b>                                                                                        | <b>100</b>         |

Kaynak: Panelsan İzahname

#### 6. Şirket'in Finansal Verileri Hakkında Özet Bilgi

##### 6.1 Gelir Tablosu

Panelsan'ın 2018, 2019, 2020 ve 2021 yılının 9 aylık dönemlerine ait bağımsız denetimden geçmiş olan gelir tabloları aşağıda yer almaktadır.



| Gelir Tablosu (Bin TL)                           | 2018          | 2019          | 2020          | 2020/9        | 2021/9        |
|--------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Hasılat                                          | 226.001       | 218.176       | 316.042       | 209.480       | 393.217       |
| Satışların Maliyeti                              | -199.715      | -193.007      | -276.397      | -185.719      | -326.993      |
| <b>Brüt Kar</b>                                  | <b>26.285</b> | <b>25.169</b> | <b>39.645</b> | <b>23.761</b> | <b>66.224</b> |
| Genel Yönetim Giderleri                          | -2.910        | -3.095        | -4.587        | -3.242        | -4.120        |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri            | -4.500        | -7.069        | -6.253        | -4.545        | -6.238        |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri                |               |               | -1.093        | -838          | -986          |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler               | 50.648        | 21.592        | 44.509        | 21.261        | 43.226        |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler               | -62.107       | -24.661       | -44.802       | -25.456       | -50.628       |
| <b>Faaliyet Karı</b>                             | <b>7.416</b>  | <b>11.936</b> | <b>27.419</b> | <b>10.941</b> | <b>47.477</b> |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                | 52            | 406           | 88            | 129           | 6.448         |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler                |               |               | -13           | -13           | -1.175        |
| <b>Finansal Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı</b> | <b>7.468</b>  | <b>12.342</b> | <b>27.493</b> | <b>11.057</b> | <b>52.750</b> |
| Finansal Gelirler                                | 8.920         | 5.418         | 5.423         | 3.103         | 10.911        |
| Finansal Giderler                                | -16.184       | -14.234       | -14.901       | -10.687       | -22.995       |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>                          | <b>205</b>    | <b>3.525</b>  | <b>18.015</b> | <b>3.473</b>  | <b>40.666</b> |
| <b>Vergi Gideri</b>                              | <b>189</b>    | <b>-805</b>   | <b>-3.790</b> | <b>-288</b>   | <b>-4.208</b> |
| Dönem Vergi Gideri                               | -393          | -774          | -3.691        | -385          | -5.143        |
| Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri                 | 582           | -31           | -99           | 98            | 935           |
| <b>Dönem Karı</b>                                | <b>393</b>    | <b>2.720</b>  | <b>14.225</b> | <b>3.186</b>  | <b>36.458</b> |
| Pay Başına Kazanç                                | 0,013         | 0,0898        | 0,4457        | 0,102         | 0,8824        |

Kaynak: Panelsan Bağımsız Denetim Raporu

Net satışlar temel olarak yurt içi satışlar, yurt dışı satışlar ve diğer satışlar kalemlerinden oluşmaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki yurt içi, yurt dışı satışları ve diğer satışları karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

| Net Satışlar<br>(Bin TL) | 2018           | Pay (%)    | 2019           | Pay (%)    | 2020           | Pay (%)    | 2020/9         | Pay (%)    | 2021/9         | Pay (%)    |
|--------------------------|----------------|------------|----------------|------------|----------------|------------|----------------|------------|----------------|------------|
| Yurt içi                 | 208.536        | 92,3       | 185.769        | 85,1       | 296.647        | 93,9       | 197.810        | 94,4       | 358.705        | 91,2       |
| Yurt dışı                | 12.605         | 5,6        | 28.292         | 13         | 14.240         | 4,5        | 8.792          | 4,2        | 31.230         | 7,9        |
| Diğer                    | 4.859          | 2,2        | 4.115          | 1,9        | 5.156          | 1,6        | 2.878          | 1,4        | 3.283          | 0,8        |
| <b>Toplam</b>            | <b>226.001</b> | <b>100</b> | <b>218.176</b> | <b>100</b> | <b>316.042</b> | <b>100</b> | <b>209.480</b> | <b>100</b> | <b>393.217</b> | <b>100</b> |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

Toplam satışlar içerisindeki yurt içi satışların payı 2018'de %92,3 seviyesindeyken, 2019'da satış hacminin düşmesi sonucunda yurt içi satışların payı %85,1 seviyesine düşmüştür. COVID-19'a rağmen özellikle ikinci çeyrekte inşaat harcamalarının cari fiyatlardaki ve iç talepteki artışına paralel olarak yurt içi satışların toplam satışlar içerisindeki payı 2020 yılında %93,9'a yükselmiştir. 2021 yılının ilk 9 ayında ise yurt içi satışların toplam satışlar içerisindeki payı %91,2 olarak gerçekleşmiş, fakat söz konusu dönemde inşaat ile sanayi harcamalarındaki artışın devam etmesi sebebiyle toplam satışlar nominal bazda yıllık %87,7 artmıştır.

Yukarıda verilen finansal dönemler itibarıyla yurt dışı satışların toplam satışlar içerisindeki payı %4,5-%13 seviyelerinde seyretmiştir. 2019 yılında yurt dışı satışların %13 seviyesine ulaşmasının temel sebebi Şirket'in Katar'da yürütmekte olduğu yüksek montanlı projenin tamamlanmasıdır. COVID-19'un etkilerinin hafiflemiş olması ve bunun yanında Şirket'in yurt dışı pazarlarına yönelik genişleme stratejisi doğrultusunda yurt dışı satışların payı 2021 yılı 9 aylık dönemde %7,9 seviyesinde gerçekleşmiştir.



Diğer satışlar kalemi ise temel olarak bağlantı aparatları, köşe panelleri ve benzeri tamamlayıcı ürünler ile vida, trapez ve benzeri ürünlerin satışlarından oluşmaktadır.

| Bin TL                | 2018         | 2019         | 2020         | 2020/9       | 2021/9       |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Hasılat               | 226.001      | 218.176      | 316.042      | 209.480      | 393.217      |
| Brüt Kar              | 26.285       | 25.169       | 39.645       | 23.761       | 66.224       |
| <b>Brüt Kar Marjı</b> | <b>11,6%</b> | <b>11,5%</b> | <b>12,5%</b> | <b>11,3%</b> | <b>16,8%</b> |
| Net Kar               | 393          | 2.720        | 14.225       | 3.186        | 36.458       |
| <b>Net Kar Marjı</b>  | <b>0,2%</b>  | <b>1,2%</b>  | <b>4,5%</b>  | <b>1,5%</b>  | <b>9,3%</b>  |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

2018-2019 yılları arasında %11,5 seviyesindeki brüt kâr marjı Şirket'in stok tutma stratejisini değiştirmesiyle yüksek montanlı hammadde alımlarında indirimlerden faydalanılması sonucu azalan maliyetler sebebiyle 2021/9 aylık dönemde %16,8 seviyesine yükselmiştir.

İnceleme konusu dönemlerde faaliyet giderleri cironun ortalama %4'ü seviyesindedir. 2020 yılından itibaren satışların maliyetinin ciro içerisindeki payının gerilemesinin etkisiyle faaliyet kâr marjı ve net kâr marjı artış göstermiştir.

## 6.2 Bilanço

Şirket'in 2018, 2019, 2020 yılları ile 2021 yılının ilk 9 aylık dönemlerine ait bağımsız denetimden geçmiş bilançoları aşağıda yer almaktadır.

| Bilanço (Bin TL)                              | 2018           | 2019           | 2020           | 2021/9         |
|-----------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Nakit Ve Nakit Benzerleri                     | 10.134         | 17.922         | 32.208         | 45.700         |
| Finansal Yatırımlar                           | -              | -              | 415            | 711            |
| Ticari Alacaklar                              | 62.802         | 64.966         | 121.846        | 165.041        |
| İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar         | 9.981          | 5.441          | 9.344          | 18.721         |
| İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar | 52.822         | 59.525         | 112.503        | 146.320        |
| Diğer Alacaklar                               | 276            | 6.761          | 12.315         | 3.157          |
| İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar          | -              | 6.495          | 10.097         | 1.120          |
| İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar  | 276            | 266            | 2.218          | 2.037          |
| Stoklar                                       | 37.447         | 33.374         | 52.138         | 84.378         |
| Peşin Ödenmiş Giderler                        | 117            | 2.099          | 5.644          | 5.858          |
| Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar       | 419            | 788            | 3.672          | 5.878          |
| Diğer Dönen Varlıklar                         | 302            | 442            | 3.041          | 2.858          |
| <b>Toplam Dönen Varlıklar</b>                 | <b>111.496</b> | <b>126.351</b> | <b>231.279</b> | <b>313.582</b> |
| Duran Varlıklar                               |                |                |                |                |
| Finansal Yatırımlar                           | 116            | 12.616         | 12.616         | 12.616         |
| Diğer Alacaklar                               | 350            | 601            | 269            | 294            |
| İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar  | 350            | 601            | 269            | 294            |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller                 | 2.633          | 2.053          | 1.889          | 2.515          |
| Maddi Duran Varlıklar                         | 34.985         | 31.105         | 50.117         | 62.868         |
| Maddi Olmayan Varlıklar                       | 27             | 104            | 101            | 200            |
| Peşin Ödenmiş Giderler                        | -              | -              | -              | 3.578          |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                      | 1.602          | 1.684          | 1.784          | 2.412          |
| Diğer Duran Varlıklar                         | -              | -              | -              | -              |
| <b>Toplam Duran Varlıklar</b>                 | <b>39.713</b>  | <b>48.162</b>  | <b>66.777</b>  | <b>84.482</b>  |
| <b>Toplam Varlıklar</b>                       | <b>151.210</b> | <b>174.513</b> | <b>298.056</b> | <b>398.064</b> |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                     |                |                |                |                |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                      | 28.084         | 11.652         | 29.726         | 24.294         |



|                                                                                     |                |                |                |                |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları                                    | 14.050         | 17.232         | 23.823         | 22.595         |
| Ticari Borçlar                                                                      | 46.929         | 65.600         | 86.996         | 126.169        |
| İlişkili Taraflara Ticari Borçlar                                                   | 2              | -              | 1.063          | 1.162          |
| İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar                                           | 46.927         | 65.600         | 85.933         | 125.007        |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar                                    | 454            | 565            | 888            | 963            |
| Diğer Borçlar                                                                       | 51             | 1.547          | 2.049          | 63             |
| İlişkili Taraflara Diğer Borçlar                                                    | -              | 1.493          | 1.985          | -              |
| İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar                                            | 51             | 54             | 64             | 63             |
| Ertelenmiş Gelirler                                                                 | 12.268         | 13.836         | 68.977         | 73.579         |
| Dönem Kan Vergi Yükümlülüğü                                                         | 393            | 774            | 3.691          | 5.143          |
| Devam Eden Projelere İlişkin Yükümlülükler                                          | -              | 55             | -              | -              |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                                                             | 430            | 1.030          | 1.110          | 980            |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar                      | 152            | 252            | 330            | 413            |
| Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar                                                       | 278            | 779            | 780            | 567            |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler                                                     | 1.148          | 1.311          | 2.871          | 236            |
| <b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                                             | <b>103.808</b> | <b>113.603</b> | <b>220.131</b> | <b>254.023</b> |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                                                           |                |                |                |                |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                                                            | 12.434         | 22.287         | 18.389         | 16.535         |
| Uzun Vadeli Karşılıklar                                                             | 845            | 956            | 1.173          | 1.442          |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar                      | 845            | 956            | 1.173          | 1.442          |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                                                        | 160            | 301            | 555            | 3.642          |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler                                                     | 72             | -              | -              | -              |
| <b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                                             | <b>13.511</b>  | <b>23.545</b>  | <b>20.116</b>  | <b>21.619</b>  |
| Özkaynaklar                                                                         |                |                |                |                |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar                                                       |                |                |                |                |
| Ödenmiş Sermaye                                                                     | 30.200         | 31.125         | 40.500         | 57.500         |
| Kar Veya Zararda Yeniden Sınıflandırmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Kayıp/Kazançlar | 3.891          | 3.719          | 3.423          | 26.893         |
| Aktüeryal Kayıp/Kazanç                                                              | -713           | -885           | -1.180         | -1.312         |
| Yeniden Değerleme ve Ölçüm                                                          |                |                |                |                |
| Kazançları/(Kayıpları)                                                              | 4.604          | 4.604          | 4.604          | 28.205         |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                                                 | 502            | 541            | 654            | 1.320          |
| Geçmiş Yıllar Karlar/Zararları                                                      | -1.094         | -741           | -995           | 251            |
| Net Dönem Kart/Zararı                                                               | 393            | 2.720          | 14.225         | 36.458         |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>                                                           | <b>33.891</b>  | <b>37.364</b>  | <b>57.808</b>  | <b>122.422</b> |
| <b>Toplam Kaynaklar</b>                                                             | <b>151.210</b> | <b>174.513</b> | <b>298.056</b> | <b>398.064</b> |

Kaynak: Panelsan Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in ilgili dönemler içerisindeki net borç pozisyonunu gösteren tablo aşağıda yer almaktadır. 30.09.2021 tarihi itibarıyla kısa vadeli finansal borcu 46,9 milyon TL, uzun vadeli finansal borcu ise 16,5 milyon TL olan Şirket'in toplam finansal borcu 63,4 milyon TL seviyesindedir.

| Borçluluk (Bin TL)               | 2018          | 2019          | 2020          | 2021/9        |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri        | 10.134        | 17.922        | 32.208        | 45.700        |
| Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar  |               |               | 415           | 711           |
| Toplam Finansal Borçlar          | 54.568        | 51.172        | 71.938        | 63.424        |
| <b>Net Borç veya (Net Nakit)</b> | <b>44.435</b> | <b>33.250</b> | <b>39.315</b> | <b>17.012</b> |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu



## 7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan 3 Ocak 2022 tarihli fiyat tespit raporuna göre, Panelsan paylarının halka arz fiyatı belirlenirken indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi (gelir yaklaşımı) ve çarpan analizi (pazar yaklaşımı) yöntemlerinden yararlanılmış olup her iki yönetime eşit ağırlık verilerek nihai hesaplama yapılmıştır.

### 7.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları analizi yönteminde kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesabı varsayımlarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir:

| AOSM Hesabı                         |               |
|-------------------------------------|---------------|
| Risksiz Getiri Oranı                | 17,72%        |
| Beta                                | 1,00          |
| Piyasa Risk Primi                   | 5,50%         |
| Sermaye Maliyeti                    | 23,22%        |
| Özkaynak Oranı                      | 65,9%         |
| Borçlanma Maliyeti                  | 20,00%        |
| Vergi Oranı                         | 20,00%        |
| Vergi Sonrası Borç Maliyeti         | 16,00%        |
| +Borç Oranı (Borç/Toplam Kaynaklar) | 34,10%        |
| <b>AOSM</b>                         | <b>20,76%</b> |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

- **Risksiz getiri oranı** olarak Türkiye'nin 10 yıllık TL cinsinden gösterge tahvilinin son 1 yıllık ortalaması olan %17,72 oranı dikkate alınmıştır.
- Şirket hisselerinin henüz borsada işlem görmeye başlamaması ve bu nedenle istatistiki olarak hisseye özgü standart **Beta** hesabının yapılamayacağı belirtilerek değerleme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- **Piyasa risk primi** olarak %5,5 oranı dikkate alınmış olup referans olarak Aswath Damodaran'ın Temmuz 2021'de açıkladığı gelişmiş piyasalar hisse senedi piyasası risk primi olan %4,73 örnek gösterilmiştir.
- Son dönemdeki borçlanma maliyetleri ve Şirket'in yakın gelecekte yeni kredi kullanım planının bulunmaması nedeniyle **borçlanma maliyeti** %20 seviyesinde dikkate alınmıştır.
- Vergi oranı 2021 yılında %25, 2022'de %23 seviyesinde olup bu oranlar İNA analizinde dikkate alınmış olsa da AOSM hesaplamasında **kurumlar vergisi oranı** %20 olarak dikkate alınmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar doğrultusunda Şirket'in **ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti %20,76** seviyesinde hesaplanmış olup AOSM hesaplamasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların nakit akışa konu yıllarda değişmeyeceği varsayılmıştır.

İNA yönteminde Şirket'in 10 yıllık projeksiyonu yapılmış ve 2030 yılı sonrası için uç değer hesaplaması yapılmıştır.

#### Gelirler

Şirket satış gelirlerinin projeksiyonu, 2021-2025 yılları için Şirket tarafından piyasanın büyüme dinamikleri ile uyumlu olacak şekilde cephe ve çatı sandviç panelde m<sup>2</sup> satış miktarı büyümesi ve m<sup>2</sup> fiyat artışı, yalıtım malzemesi olarak EPS m<sup>3</sup> satış miktarı ve m<sup>3</sup> fiyat artışı dikkate alınarak yapılmıştır.



Şirket'in net satışlarındaki yurt içi ve yurt dışı satışlarının yüzdesel olarak mevcut oranını koruyacağı öngörülmüştür. 2022 ve 2023 yıllarında gerçekleştirilecek bina ve yeni ekipman yatırımlarıyla sağlanan kapasite artışlarının 2023-2025 yılları arasında satışların büyümesinde etkisini göstereceği ve 2026-2030 yılı itibarıyla satışlardaki büyümenin normalize olacağı ve hedeflenen tam kapasiteye yakın devam edeceği varsayılmıştır.

#### *Satışların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri*

Şirket'in brüt kâr marjı hesaplanırken, 30.09.2021 itibarıyla ulaşılan %16,8'lik brüt kâr marjının son çeyrekte meydana gelen ilerleme de dikkate alınarak %17,3 olarak gerçekleşeceği ve ileriki yıllarda artan satış hacminin yaratacağı ölçek ekonomisinin katkısıyla birlikte hem üretim maliyetlerinde hem de hammadde alım maliyetlerinde iyileşmeler sayesinde mevcut brüt kâr marjının kademeli olarak artarak %18,9'a ulaşacağı öngörülmüştür.

Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlara oranı geçmiş yıllarda %3,3-%4,7 arasında gerçekleşmiş olup 2021 yılı 9 aylık dönemde artan satış hacmi ve cironun etkisiyle %2,9'a düşmüştür. 2021 yılsonu için faaliyet giderlerinin satışlara oranı ortalama %2,9 olarak korunmuş, ileriki yıllarda artan satış hacmi ve ilave kapasite yatırımının satışlara etkisiyle birlikte ölçek ekonomisinin faaliyet giderlerini iyileştirmesi ve ilgili giderlerin satışlara oranının %2,5'e kadar düşeceği öngörülmüştür.

#### *FAVÖK Marjı*

Şirket'in 2020 yıl sonunda %9,7 seviyesindeki FAVÖK marjının 2021 yıl sonunda artan satış hacmi ile birlikte oluşacak olan ölçek ekonomisinin etkisiyle %15,1 seviyesinde gerçekleşeceği, 2024 yılına kadar kademeli olarak %17 seviyesine ulaşacağı ve devam eden yıllarda benzer seviyede gerçekleşeceği öngörülmüştür.

#### *İşletme Sermayesi İhtiyacı*

Şirket'in geçmiş finansal tablolarına göre son 3 yıllık dönemdeki nakit dönüş süresi 48 ila 95 gün arasında gerçekleşmiştir. Şirket'in projeksiyona konu yıllarda, 2018-2019-2020-3Ç21 dönemlerinde gerçekleştirmiş olduğu nakit dönüş süresi ortalamasını devam ettireceği öngörülmüştür. Ticari işletme sermayesi ile finansal borçlar ve nakit ve nakit benzerleri dışında kalan diğer kısa vadeli varlıklardan kısa vadeli yükümlülükler çıkarıldığında kalan diğer net işletme sermayesinin net satışlara oranında piyasa koşullarını daha gerçekçi yansıtmaları ve ihtiyatlı yaklaşım nedeniyle 2018-2019 yıllarının ortalaması olan -%5,1 kullanılmış olup 2021-2030 yılları boyunca aynı kalacağı varsayılmıştır.

#### *Yatırım Harcamaları ve Amortisman*

Şirket'in, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü satış hasılatına ulaşmak için 2021-2030 yıllarında yeni ekipman, ekipman yenileme, bakım onarım ve bina yatırımları öngörmüştür. Ekipman yenileme ve bakım onarım harcamalarının 2021 yılında 1.000.000 TL seviyesinde gerçekleşeceği, projeksiyona konu yıllarda ise ortalama yıllık TÜFE oranında artarak devam edeceği varsayılmıştır. Söz konusu yenileme ve bakım onarım yatırımlarına ilave olarak 2022 yılında gerçekleştirilmesi planlanan bina ve 2023 yılında gerçekleşmesi planlanan yeni ekipman yatırımlarının sırasıyla 2.000.000 ABD Doları ve 4.000.000 ABD Doları seviyesinde olacağı öngörülmüştür. ABD Doları cinsinden yatırım tutarları Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar biriminin ilgili yılın ABD Doları kur tahmini ile Türk Lirasına çevrilmiştir.





Şirket'in mevcut maddi ve maddi olmayan varlıklarının projeksiyon döneminde tükenecek yıllık amortismanlarına yeni yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde 10 yıllık tükenmeye tabi yıllık amortismanları ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık amortisman giderleri hesaplanmıştır.

#### *Makro Ekonomik Tahminler*

Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon, ABD Doları ve Euro kur tahminleri 2021-2023 yılları için Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmakta olup devam eden yıllar için Türkiye ile Avrupa bölge enflasyon beklentisi farkına göre Euro ortalama kuru hesaplanmıştır. Avrupa bölge enflasyon tahmininde Avrupa Merkez Bankası, konsensüs verisi, IMF, profesyonel anketler, AB komisyonu ve OECD verilerinin ortalaması dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak, 2021 – 2030 yılları için Şirket'in nakit akışları projekte edilmiş ve AOSM ile indirgenmiştir. 2030 yılı itibarıyla uç değer hesaplanarak bugüne indirgenmiş ve 10 yıllık nakit akış döneminden elde edilen serbest nakit akışlarının bugünkü değeri ile toplanarak girişim değeri hesaplanmıştır. Uç değer için ise uç değer büyüme oranı 2030 sonrasındaki dönem için %5 olarak dikkate alınmıştır.

| İNA Yöntemi (TL)                   | 2021               | 2022               | 2023               | 2024               | 2025               | 2026               | 2027               | 2028               | 2029               | 2030               |
|------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Satış Hasılatı                     | 578.693.827        | 694.432.593        | 1.006.927.259      | 1.258.659.074      | 1.447.457.935      | 1.610.506.569      | 1.763.504.693      | 1.908.993.831      | 2.042.623.399      | 2.180.500.478      |
| Büyüme                             | 83,1%              | 20,0%              | 45,0%              | 25,0%              | 15,0%              | 11,3%              | 9,5%               | 8,3%               | 7,0%               | 6,7%               |
| Satışların Maliyeti                | 478.545.991        | 569.498.664        | 823.949.858        | 1.023.330.463      | 1.174.633.469      | 1.306.949.841      | 1.429.346.572      | 1.547.267.664      | 1.655.576.400      | 1.767.327.807      |
| Brüt Kar Marjı                     | 17,3%              | 18,0%              | 18,2%              | 18,7%              | 18,8%              | 18,8%              | 18,9%              | 18,9%              | 18,9%              | 18,9%              |
| Faaliyet Giderleri                 | 16.696.619         | 19.341.510         | 25.024.407         | 31.280.509         | 35.972.585         | 40.024.711         | 43.827.058         | 47.442.791         | 50.763.786         | 54.190.341         |
| <b>Faaliyet Karı</b>               | <b>83.451.217</b>  | <b>105.592.419</b> | <b>157.952.994</b> | <b>204.048.102</b> | <b>236.851.881</b> | <b>263.532.017</b> | <b>290.331.063</b> | <b>314.283.376</b> | <b>336.283.213</b> | <b>358.982.330</b> |
| Satış Hasılatındaki Payı           | 14,4%              | 15,2%              | 15,7%              | 16,2%              | 16,4%              | 16,4%              | 16,5%              | 16,5%              | 16,5%              | 16,5%              |
| Vergi Oranı                        | 25%                | 23%                | 20%                | 20%                | 20%                | 20%                | 20%                | 20%                | 20%                | 20%                |
| <b>Vergi Sonrası Faaliyet Karı</b> | <b>62.588.413</b>  | <b>81.306.163</b>  | <b>126.362.395</b> | <b>163.238.482</b> | <b>189.481.505</b> | <b>210.825.614</b> | <b>232.264.850</b> | <b>251.426.701</b> | <b>269.026.570</b> | <b>287.185.864</b> |
| + Amortisman                       | 3.857.764          | 4.363.864          | 10.037.549         | 9.832.499          | 9.643.321          | 9.469.564          | 9.310.958          | 9.168.098          | 9.041.542          | 8.931.808          |
| - Yatırım Harcaması                | 1.000.000          | 31.269.666         | 60.494.612         | 1.707.258          | 1.865.983          | 2.020.196          | 2.171.711          | 2.329.160          | 2.492.201          | 2.660.425          |
| - İşletme Sermayesi İhtiyacı       | 72.619.467         | 21.462.700         | 56.971.207         | 46.509.687         | 34.687.557         | 29.774.822         | 28.133.729         | 26.584.254         | 24.417.234         | 25.193.353         |
| <b>= Serbest Nakit Akımı (SNA)</b> | <b>- 1.075.993</b> | <b>32.937.661</b>  | <b>18.934.125</b>  | <b>124.854.036</b> | <b>162.571.286</b> | <b>188.500.160</b> | <b>211.270.368</b> | <b>231.681.385</b> | <b>251.158.677</b> | <b>268.263.894</b> |
| Uç Değer                           |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    | 1.793.887.613      |
| AOSM                               | 20,76%             |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| İskonto Faktörü                    | 0,95               | 0,79               | 0,65               | 0,54               | 0,45               | 0,37               | 0,31               | 0,25               | 0,21               | 0,17               |
| <b>SNA'nın Bugünkü Değeri</b>      | <b>- 1.026.435</b> | <b>26.019.662</b>  | <b>12.386.290</b>  | <b>67.637.213</b>  | <b>72.931.321</b>  | <b>70.027.573</b>  | <b>64.995.466</b>  | <b>59.023.197</b>  | <b>52.986.702</b>  | <b>46.867.095</b>  |
| SNA'nın Bugünkü Değeri             | 471.848.084        |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| Uç Değer Büyümesi                  | 5%                 |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| Uç Değerin Bugünkü Değeri          | 313.401.481        |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| <b>Firma Değeri</b>                | <b>785.249.565</b> |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| - Finansal Borçlar                 | 63.424.017         |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| + Nakit Ve Nakit Benzerleri        | 45.700.121         |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| + Kısa Vadeli Finansal Varlıklar   | 711.416            |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| <b>Özsermaye Değeri</b>            | <b>768.237.085</b> |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| Pay Başına Özsermaye Değeri        | 13,36              |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |

İndirgenmiş nakit akışları sonucunda şirket değeri, 785.249.565 TL olarak bulunmuştur. Söz konusu şirket değerinden 30.09.2021 tarihi itibarıyla bilançoda yer alan finansal borçlar düşülerek, kısa vadeli finansal varlıklar ile nakit ve nakit benzerleri eklenerek özsermaye değeri 768.237.085 TL olarak hesaplanmıştır. İNA yöntemine göre pay başına değer ise 13,36 TL seviyesindedir.

#### **7.2 Çarpan Analizi**

Çarpan analizinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Hesaplanan FAVÖK değerleri 30/09/2020-30/09/2021 tarihleri arasında hesaplanan yıllıklandırılmış 12 aylık finansal verilere dayanmaktadır.

Piyasa çarpanları ile yapılan analizde esas alınan verilere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.



| 30.09.2021 Tarihli Şirket Verileri (TL) |            |
|-----------------------------------------|------------|
| Net Borç                                | FAVÖK      |
| 17.012.480                              | 71.308.633 |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi benzer şirketler için yalıtım-plastik-sünger sektörlerinde faaliyet gösteren 6 şirketin 30.09.2021 verileri dikkate alınmıştır.

Yurt içi benzer şirketler çarpan analizinde, yurt içi benzer şirket sayısının az olması sebebiyle BIST Yıldız Pazar'da işlem görmekte olan finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörleri dışında kalan şirketler de değerlemeye dâhil edilmiştir. Söz konusu şirketlerin 30.09.2021 verileri dikkate alınmıştır.

Yurt içi benzer şirketlerin yanında yurt dışı benzer şirketler de değerlemeye konu edilmiş olup söz konusu şirketlerin 30.09.2021 verileri dikkate alınmıştır.

### 7.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Yurt dışı benzer şirketler olarak aşağıdaki tabloda yer alan 12 şirket belirlenmiştir. FD/FAVÖK çarpanı negatif olanlar ile standart sapmanın iki katını aşan veriler (>25x) aykırı değer olarak değerlendirilmiş, bunun sonucunda 12 şirketten 2'si aykırı değerlere sahip olduğundan analize dâhil edilmemiştir.

| Şirket                                          | FD/FAVÖK (Son 12 Ay) |
|-------------------------------------------------|----------------------|
| Kingspan Group PLC                              | 26,5x                |
| Compagnie de Saint Gobain SA                    | 6,8x                 |
| Placoplatre SA                                  | 16,1x                |
| Eastman Chemical Co                             | 15,1x                |
| Evonik Industries AG                            | 7,3x                 |
| Huntsman Corp                                   | 7,3x                 |
| Masco Corp                                      | 12,0x                |
| Jiangsu Jingxue Insulation Technology Co        | 27,6x                |
| STO SE & Co. KGaA                               | 6,7x                 |
| Fletcher Building Ltd.                          | 8,1x                 |
| Rockwool International A/S                      | 12,5x                |
| MASTERPLAST Nyilvanosan Mukodo Reszvenytarsasag | 19,2x                |
| <b>Ortalama</b>                                 | <b>11,1x</b>         |
| <b>Medyan</b>                                   | <b>10,1x</b>         |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

Elde edilen sonuçlara göre Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır. Hesaplama örneklemiden elde edilen medyan değeri kullanılmıştır.

| FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi |                    |
|-------------------------------------------------------|--------------------|
| FD/FAVÖK Çarpanı                                      | 10,1x              |
| Pannelsan FAVÖK (TL)                                  | 71.308.633         |
| Firma Değeri                                          | 717.137.503        |
| Pannelsan Net Borç (TL)                               | 17.012.480         |
| <b>Özsermaye Değeri (TL)</b>                          | <b>700.125.023</b> |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu



### 7.2.2 Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Yurt içi benzer şirketler olarak aşağıdaki tabloda yer alan 6 şirket belirlenmiştir. Yurt içi benzer şirketler olarak seçilen tüm şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları yurt dışı benzer şirketler için belirlenmiş olan 0x-25x aralığında yer almaktadır.

| Şirket                                                      | FD/FAVÖK (Son 12 Ay) |
|-------------------------------------------------------------|----------------------|
| Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş. | 10,5x                |
| Dinamik Isı Makina Yalıtım Malz. Sanayi ve Ticaret A.Ş.     | 22,8x                |
| Te-mapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.      | 8,2x                 |
| Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.                | 10,3x                |
| Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.                      | 8,5x                 |
| Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.                      | 17,1x                |
| <b>Ortalama</b>                                             | <b>12,9x</b>         |
| <b>Medyan</b>                                               | <b>10,4x</b>         |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

Elde edilen sonuçlara göre Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır. Hesaplama örneklemiden elde edilen medyan değeri kullanılmıştır.

| FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi |                    |
|-------------------------------------------------------|--------------------|
| FD/FAVÖK Çarpanı                                      | 10,4x              |
| Pannelsan FAVÖK (TL)                                  | 71.308.633         |
| Firma Değeri                                          | 743.240.472        |
| Pannelsan Net Borç (TL)                               | 17.012.480         |
| <b>Özsermaye Değeri (TL)</b>                          | <b>726.227.992</b> |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

### 7.2.3 Yurt İçi BIST Yıldız Pazar Çarpan Değerleri

141 şirketin yer aldığı BIST Yıldız Pazar'daki finansal hizmetler, holding, ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler ile spor kulüpleri dışarıda bırakılarak geriye kalan 94 şirket değerlendirilmiştir. Söz konusu 94 şirketin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri alınmış, negatif veriler dâhil edilmeden hesaplama yapılmıştır.

Elde edilen sonuçlara göre Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

| FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi |                    |
|-------------------------------------------------------|--------------------|
| FD/FAVÖK Çarpanı                                      | 9,6x               |
| Pannelsan FAVÖK (TL)                                  | 71.308.633         |
| Firma Değeri                                          | 684.015.327        |
| Pannelsan Net Borç (TL)                               | 17.012.480         |
| <b>Özsermaye Değeri (TL)</b>                          | <b>667.002.847</b> |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

### 7.2.4 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Çarpan analizine göre özsermaye değeri hesaplanırken yurt dışı benzer şirketler için %50, yurt içi benzer şirketler ve yurt içi BIST Yıldız Pazar şirketleri için %25'er ağırlık verilerek hesaplama yapılmıştır.

Çarpan analizi sonucunda ağırlıklandırılmış özsermaye değeri 698.370.221 TL olarak bulunmuştur.



|                                            | Hesaplanan Özsermaye Değeri | Ağırlık |
|--------------------------------------------|-----------------------------|---------|
| Yurt Dışı Benzer Şirketler                 | 700.125.023                 | 50%     |
| Yurt İçi Benzer Şirketler                  | 726.227.992                 | 25%     |
| Yurt İçi BIST Yıldız Pazar                 | 667.002.847                 | 25%     |
| <b>Sonuç</b>                               |                             |         |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b> | <b>698.370.221</b>          |         |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

## 8. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Şirket'in değerlemesinde İNA ve çarpan analizi sonuçları eşit ağırlıklandırılmış olup 733.303.653 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 57.500.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 12,75 TL olarak hesaplanmıştır.

| Değerleme Sonucu                       | Ağırlık | TL          |
|----------------------------------------|---------|-------------|
| İNA Analizine göre Özsermaye Değeri    |         | 768.237.085 |
| Pay Başına Değer                       | 50%     | 13,36       |
| Çarpan Analizine göre Özsermaye Değeri |         | 698.370.221 |
| Pay Başına Değer                       | 50%     | 12,15       |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri    |         | 733.303.653 |
| Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer    | 100%    | 12,75       |

Kaynak: Panelsan Fiyat Tespit Raporu

%20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 586.642.923 TL, pay başına değer ise 10,20 TL (virgülden sonra ikinci basamağı yuvarlanmıştır) olarak hesaplanmıştır.

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri    | 733.303.653  |
| Halka Arz İskontosu                  | %20          |
| Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri | 586.642.923  |
| <b>Halka Arz Pay Başına Değer</b>    | <b>10,20</b> |

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet göstermekte olduğu sektöre dair yeterli bilginin yatırımcıya sunulmuş olduğu kanaatindeyiz. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında, %20 halka arz iskontosuyla belirlenen 10,20 TL'lik halka arz birim fiyatının makul olduğunu düşünmekteyiz. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz ise aşağıda özetlenmektedir:

- İndirgenmiş nakit analizi ve çarpan analizinin birlikte kullanılması ve halka arz pay birim fiyatına giderken eşit oranda ağırlıklandırılmasını makul bulmaktayız.
- İNA analizinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.
- Yakın tarihli olarak gerçekleşen pay halka arzları göz önüne alınarak, uygulanan %20'lik halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak, indirgenmiş nakit analizi ve çarpan analizi yöntemlerine göre hesaplanan Panelsan özsermaye değerine iskonto uygulanarak elde edilen 10,20 TL halka arz fiyatını makul karşılamaktayız.



**Uyarı Metni**

Bu raporda yer alan bilgi, yorum ve değerlendirmeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve değerlendirmeler ise genel nitelikte olup; söz konusu değerlendirmeler herhangi bir tavsiye veya teklif niteliği taşımamaktadır. Bu raporda yer alan değerlendirmeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

Bu rapor, Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan dolayı Türkiye Kalkınma Yatırım Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.